EURONEXT-NYSE
MARCHES A TERME : MODE D'EMPLOI

Arnaud Diemer , Université Blaise Pascal, Clermont Ferrand

Janvier 2013 - VETAGRO

NYSE Liffe en quelques chiffres

Au cours de l'année 2011, l'activité des dérivés sur matières premières a connu des records en volumes d'opérations comme en positions ouvertes. On peut relever notamment :

Un volume annuel record des produits de matières premières avec 20 729 525 contrats, soit une progression de 24% par rapport aux 16 679 006 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel total de contrats à terme sur les matières premières de 17 265 995 contrats, soit une hausse de 22% par rapport aux 14 133 913 contrats enregistrés en 2010.

Un volume total annuel d'options sur les matières premières de 3 463 530 contrats, soit un bond de 36% par rapport aux 2 545 093 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel de contrats à terme sur le blé de meunerie de 5 687 888 contrats, soit un bond record de 30% par rapport aux 4 374 323 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel d'options sur le blé de meunerie de 1 298 748 contrats, en hausse de 28% par rapport aux 1 016 600 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel de contrats à terme sur le colza de 1 908 310 contrats, soit un bond de 59% par rapport aux 1 202 153 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel d'options sur le colza de 408 554 contrats, soit une progression de 50% par rapport aux 271 993 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel de maïs de 402 397 contrats, en augmentation de 68% par rapport aux 240 028 contrats enregistrés en 2010.

Un volume annuel d'options sur le maïs de 43 794 contrats, soit une progression remarquable de 116% par rapport aux 20 245 contrats enregistrés en 2010

I. PREAMBULE
A. Fixation des marges
B. Comprendre son environnement et les caractéristiques de son marché

II. CARACTERISTIQUES DES MARCHES A TERME
A. Objectifs d'un marché à terme
B. Fonctions d'un marché à terme
C. Conditions d'existence d'un à terme
D. Organisation d'un marché à terme

III. LE PRINCIPE DE LA BASE
A. La base
B. Les relations entre cours au comptant et cours à terme

IV. TYPES D'INTERVENTION
Opération de couverture d'un exploitant agricole

PREAMBULE

Le fait que les exploitants agricoles se tournent davantage vers les marchés à terme, est le reflet d'une double réflexion :

- une recherche de rentabilité à la ferme (baisse des coûts de production et de stockage, logique de rendements, amélioration de la qualité des produits) qui ne permet plus de dégager des revenus suffisants
- une recherche de rentabilité hors de la ferme (coûts de transports, analyse des marchés, contractualisation…) qui devient prédominante

Sur longue période, on constate que les stratégies agricoles ont pris la forme suivante :

- Amélioration des rendements dans les années 60
- Utilisation des intrants et mécanisation dans les années 70
- Réduction des coûts dans les années 80 (charges mécaniques, transports…)
- Stratégie de masse, de diversification ou de différenciation dans les années 90
- Analyse des marchés agricoles (MAT) et contractualisation dans les années 2000

Si les marchés à terme restent un outil technique difficile à utiliser et à maîtriser, ils permettent cependant de répondre à une question simple : à quel moment doit-on vendre sa production ? C'est un moyen de reconnecter les décisions de production (un agriculteur emblave en septembre – octobre) et de commercialisation (la vente), des décisions que l'exploitant agricole avait longtemps confiées à sa coopérative.

L'utilisation des marchés à terme ne dispense pas les agriculteurs d'une série d'opérations très importantes, ce que nous appellerons le préalable, il s'agit en l'occurrence :

- Du calcul des marges sur la base d'un prix anticipé.
- D'une connaissance de son marché et de son environnement international
- D'une analyse des outils pertinents (marché au comptant, livraison différée, marché à terme, option).
- D'une étude de sa clientèle (identifier les principaux clients, jouer sur la sécurité de paiement…).

A. CALCUL DES MARGES

La question des marges répond à une logique comptable qui revient à distinguer les charges fixes des charges variables, mais également à une logique marchande puisque le prix de vente (généralement le prix de marché) permet de déterminer ce qu'il reste à l'exploitant une fois les coûts défalqués. Ces marges sont généralement exprimées en fonction d'une unité de valeur, ainsi dans le cas des céréales, on rapporte la marge brute à l'hectare (c'est une manière de savoir ce que rapporte, mais également ce que coûte chaque parcelle du facteur terre).

L'exploitant doit effectuer un calcul de marge (estimation des rendements, de la production, des coûts) sur la base d'un prix de vente (de marché) anticipé, et cela, avant même d'emblaver les terres. La tâche principale est donc d'affiner son anticipation du prix de marché (semer du blé en octobre de l'année courante, c'est donc anticiper le prix du blé en juillet-août de l'année suivante). Le poids des anticipations sera plus ou moins important selon les capacités de stockage de l'exploitant (un stockage à la ferme donne un degré de liberté à l'exploitant, celui de ne pas être obligé de vendre lorsque le blé est au plus bas).

B. COMPRENDRE SON ENVIRONNEMENT

L'exploitant agricole doit connaître l'environnement macroéconomique international (situation de crise subie par certains pays; élargissement de certaines régions telles que l'Europe; croissance soutenue de pays comme la Chine, la Russie, l'Inde…) afin d'anticiper les principaux points de croissance ou de retournement du marché. Ainsi dans le cadre de l'élargissement de l'Europe, l'entrée de la Pologne à modifier l'organisation du marché du lait.

1/ Il convient de cerner l'impact des échanges internationaux. **Ce sont les zones de surplus ou de déficit qui font les prix**. L'Australie, le Canada, l'Argentine et le Brésil représentent seulement 15% de la production mondiale des principales cultures marchandes (blé, colza, soja, tournesol, …) mais 35 à 40% des exportations mondiales.

→ Depuis quelques années, la Chine et l'Inde (38% de la population mondiale, 15% des importations mondiales), à la fois producteur et consommateur (cultures détruites par les aléas climatiques) sont à l'origine de certains mouvements erratiques de prix.

Thèse du développement économique : tout pays ayant une croissance forte, doit opérer un décollage par l'intermédiaire de sa classe moyenne, ceci se traduit concrètement par le passage d'une alimentation à base de céréales à une alimentation d'origine animale. C'est ainsi que l'Inde qui a une croissance de 8-9% par an, a vu son production de volailles augmenter de 12% par an depuis 5 ans. La Chine avec une croissance comprise entre 10% et 12% a vu sa consommation de viande par tête progresser de 4.5% par an depuis 2001. Or le monde animal est nourri à partir de céréales et de tourteaux (soja, colza, tournesol).

Cette modification des marchés serait à l'origine de la hausse des prix. Le régime carné nécessite 5 fois plus de terres que le régime végétarien, pour produire un kilo de viande, il faut entre 3 et 10 kg de céréales.

→ Une production céréalière mondiale en 2012 en baisse

Les dernières prévisions de la FAO concernant la production mondiale de céréales en 2012 ont été revues à la baisse : 2 282 millions tonnes (riz usiné compris), soit 2,8 pour cent de moins que la récolte record de l'année précédente.

Cette baisse est due principalement à la réévaluation des prévisions concernant la production de maïs en Russie et en Ukraine, pays pour lesquels la fiabilité des chiffres s'est améliorée vers la fin des récoltes, et à des perspectives de récolte de blé moins favorables en Australie et au Brésil, où les récoltes 2012 sont en cours.

Production céréalière, utilisation et stocks

-réduction de 5,7 pour cent de la production de blé
-Réduction de 2,6 pour cent des céréales secondaires,

Les premiers éléments relatifs aux cultures de blé d'hiver déjà semées dans l'hémisphère Nord, qui seront récoltées en 2013, sont mitigés et légèrement moins prometteurs qu'il y a un mois. Les informations les plus récentes indiquent que les agriculteurs ont généralement répondu à l'attrait des prix élevés en augmentant les semis de blé d'hiver. Cependant, dans les principales régions de production des États-Unis et de la Fédération de Russie, les conditions restent trop sèches pour la germination et l'enracinement des plantes avant la dormance, tandis que dans les grandes régions de production de l'UE, les pluies ont perturbé les travaux des champs.

Dans le cas du blé, l'utilisation mondiale devrait se contracter de 1,2 pour cent en 2012/13 pour s'établir à 686 millions de tonnes. Cette contraction s'explique par la réduction de 5,8 pour cent de l'utilisation du blé pour l'alimentation animale. Le recul en Chine (par rapport au niveau record de 2011/12) et dans l'UE devrait plus que compenser l'augmentation importante (presque 4 millions de tonnes) de l'utilisation prévue de cette céréale comme fourrage aux USA.

Marché mondial du blé

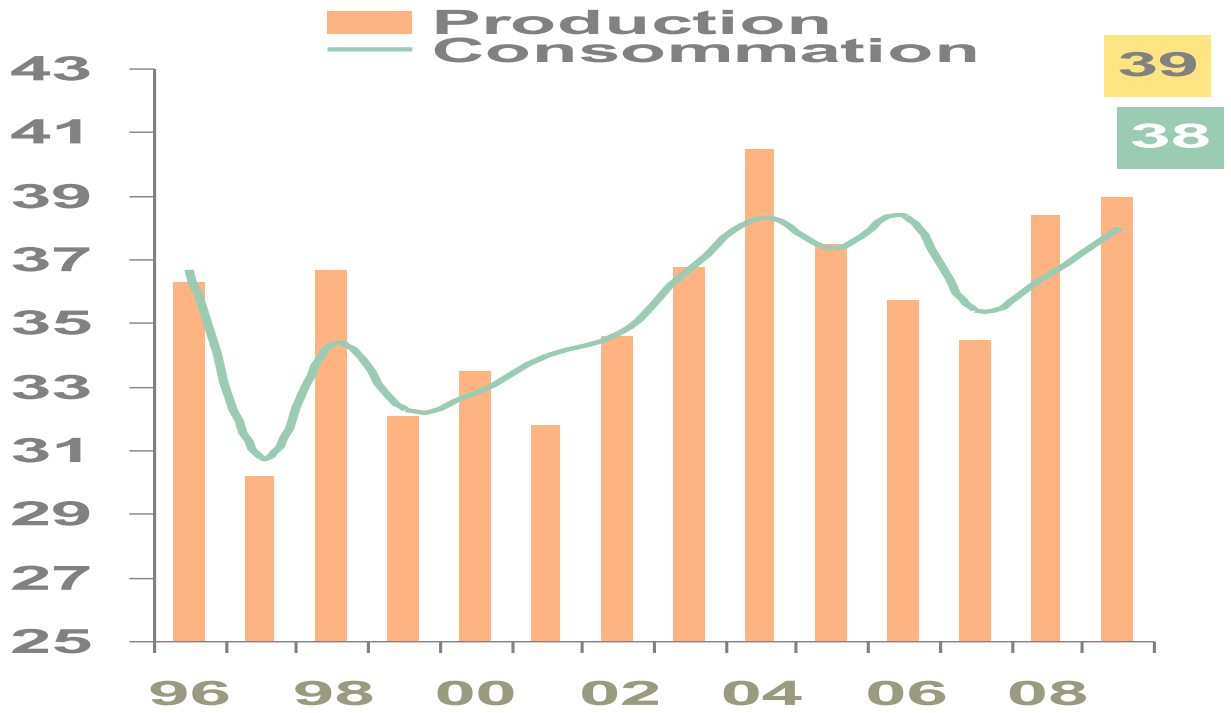
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 estimation	2012/13 prévision	
					précédente (08 nov 2012)	**dernière (06 déc 2012)**
	(. . . . . millions de tonnes . . . . .)					
Production[1]	683.9	685.7	655.3	699.4	661.2	**659.4**
Disponibilités[2]	816.6	846.8	844.6	883.0	850.4	**843.3**
Utilisation	646.5	656.6	660.5	694.5	687.5	**686.0**
Commerce[3]	140.1	130.6	125.3	146.2	135.0	**136.0**
Stocks de clôture[4]	161.1	189.3	183.6	183.9	166.7	**163.3**
	(. . . . . pour cent . . . . .)					
Rapport stocks mondiaux-utilisation	24.5	28.7	26.4	26.8	24.0	**23.6**
Rapport stocks des principaux exportateurs- utilisation totale[5]	17.9	21.6	20.2	18.7	13.9	**14.1**

Les réserves mondiales de blé devraient s'établir à 163 millions de tonnes, soit 11 pour cent de moins que leur niveau d'ouverture et 2 pour cent de moins (3 millions de tonnes) que les prévisions de novembre.

La réévaluation par rapport au mois dernier reflète la baisse prévue des réserves en Chine et en Inde, qui sera supérieure à la petite augmentation enregistrée aux États-Unis.

La nette contraction enregistrée par rapport à la campagne précédente s'explique par la réduction des stocks dans les pays de la CEI (à cause de récoltes décevantes), en Chine (sous l'effet d'une forte demande intérieure), dans l'UE (suite à un recul de la production) et aux États-Unis (du fait d'une forte demande intérieure de blé pour l'alimentation animale).

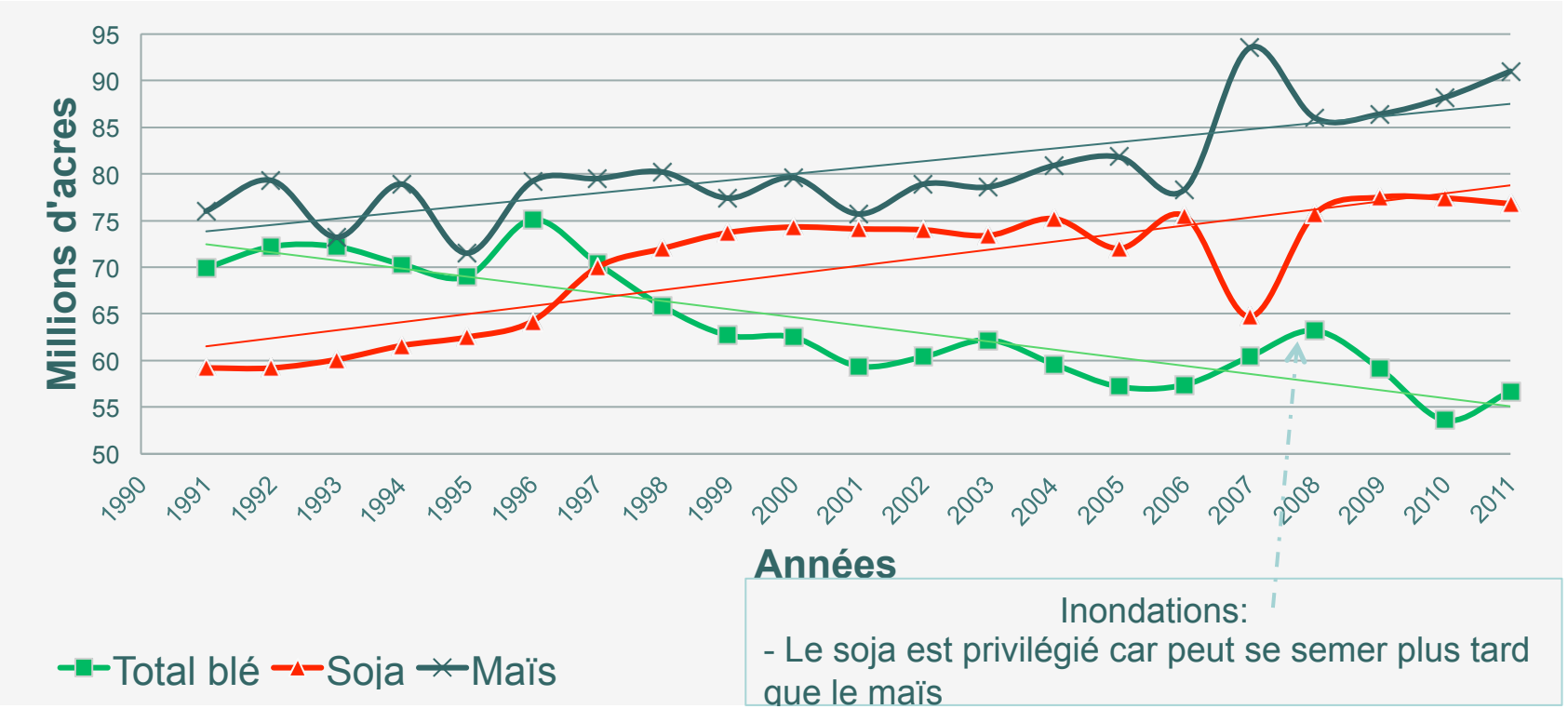
- L'analyse de la production, de la consommation et des échanges traduit un effet, connu sous le nom d'effet King. Dans le cas du porc, une hausse de 2% de la production agricole génère une baisse des prix de plus de 50%. Dans le cas du blé dur, le canada et les USA représentent 80% des échanges mondiaux, une baisse de 15% de la production américaine se traduit par une hausse de 25% des prix.



Bilan mondial du blé dur 09/10
(En Mt) source CIC 29/10/2009

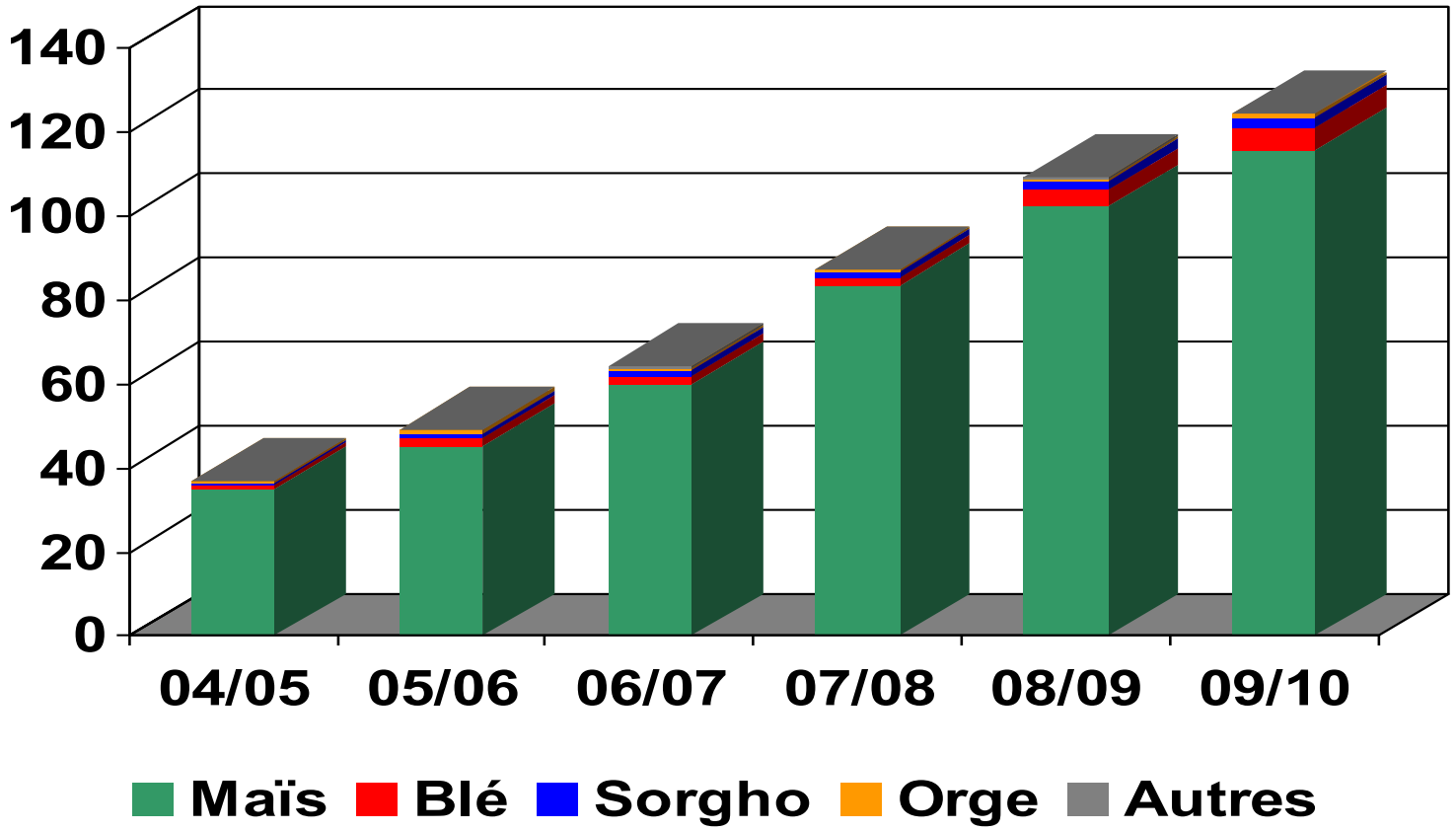
- Les effets de substitution entre produits agricoles modifient l'offre mondiale et déstabilisent par la même occasion, les marchés agricoles. Cette tension est particulièrement vive sur les marchés du soja et du maïs, mais également entre le soja et le blé (en Argentine, le match blé – soja est en train de tourner à l'avantage du soja, les emblavements de blé sont les plus bas depuis 100 ans).

Surfaces semées en maïs, soja et blé aux Etats-Unis (Source USDA en Mha)

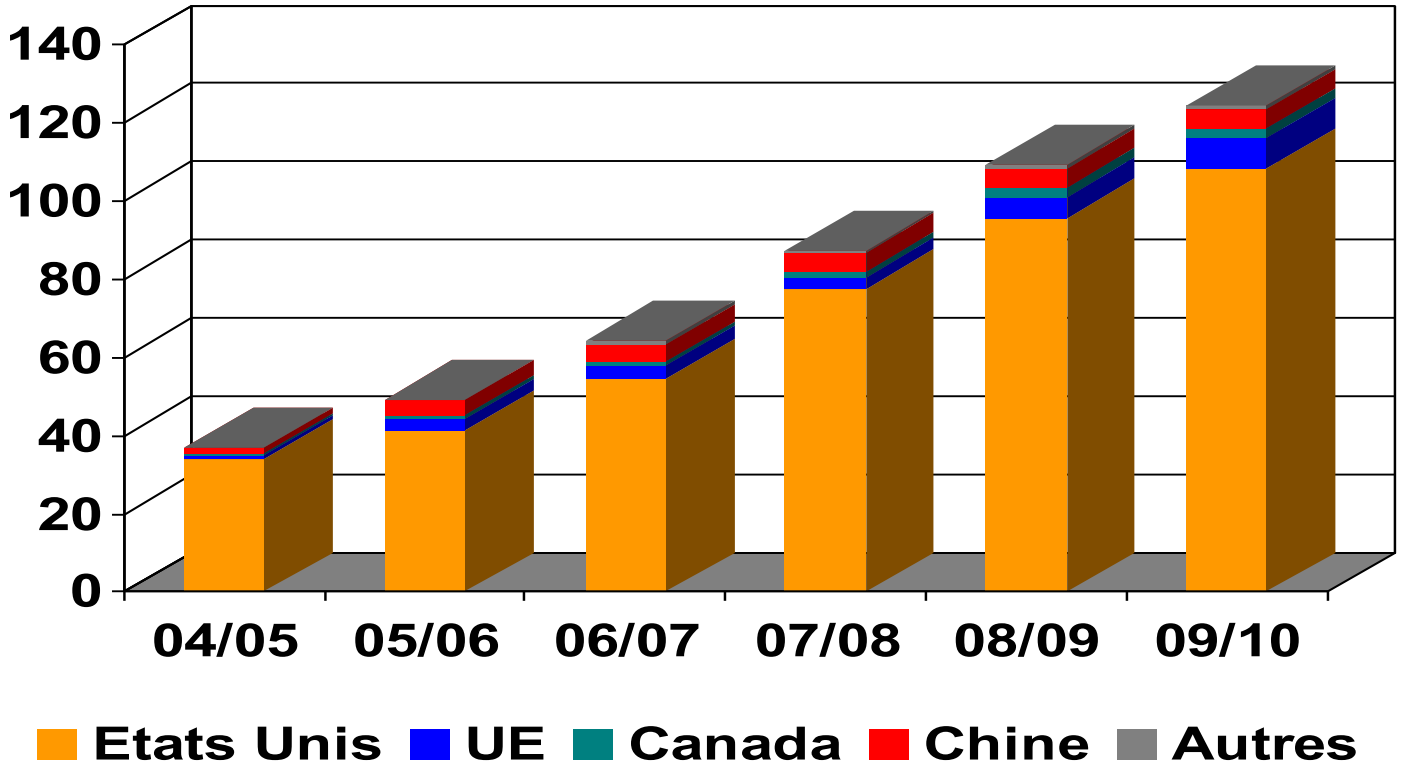


2/ La pression des agro-carburants : la concurrence entre terres agricoles dédiées aux cultures alimentaires et terres agricoles dédiées aux cultures énergétiques. **On risque d'assister à un resserrement des liens entre énergie et agriculture, donc à plus de volatilité des cours** (lien entre le prix du pétrole et le cours des produits agricoles).

Utilisations mondiales de céréales pour la fabrication d'éthanol



Utilisations mondiales de céréales par pays pour la fabrication d'éthanol



3/ Le coût du fret devient déterminant dans la compétitivité prix. Entre 2007 et 2008, on a assisté à une véritable concurrence entre matières premières et ressources énergétiques. L'effet Jeux Olympiques et les besoins en énergies fossiles de la Chine ont généré d'énormes tensions sur le transport maritime en 2007 et 2008. Toutes les barges utilisées pour les produits agricoles ont été louées aux chinois pour alimenter leur croissance économique.

Depuis, le prix du transport maritime de vrac sec (minerai de fer, charbon, céréales…) poursuit son plongeon. Le Baltic Dry Index, qui représente l'évolution de ses prix moyens sur 20 routes maritimes internationales, est tombé le jeudi 2 février à 662 points. Après une chute de 59% depuis début janvier, il est désormais à un niveau jamais atteint depuis 1986 (706 pts, le 21 février 2012). Dans un contexte économique délicat avec une demande relativement molle, le secteur du fret de vrac sec est confronté à une surcapacité de la flotte mondiale. Des navires, commandés à des périodes où la conjoncture incitait plus à l'optimisme, sont encore livrés en masse – il faut en moyenne de l'ordre de 2 à 3 ans entre la commande et la livraison. 35 nouveaux capesizes – les plus gros navires – ont été livrés sur les seules trois premières semaines de janvier (Source : BRS).

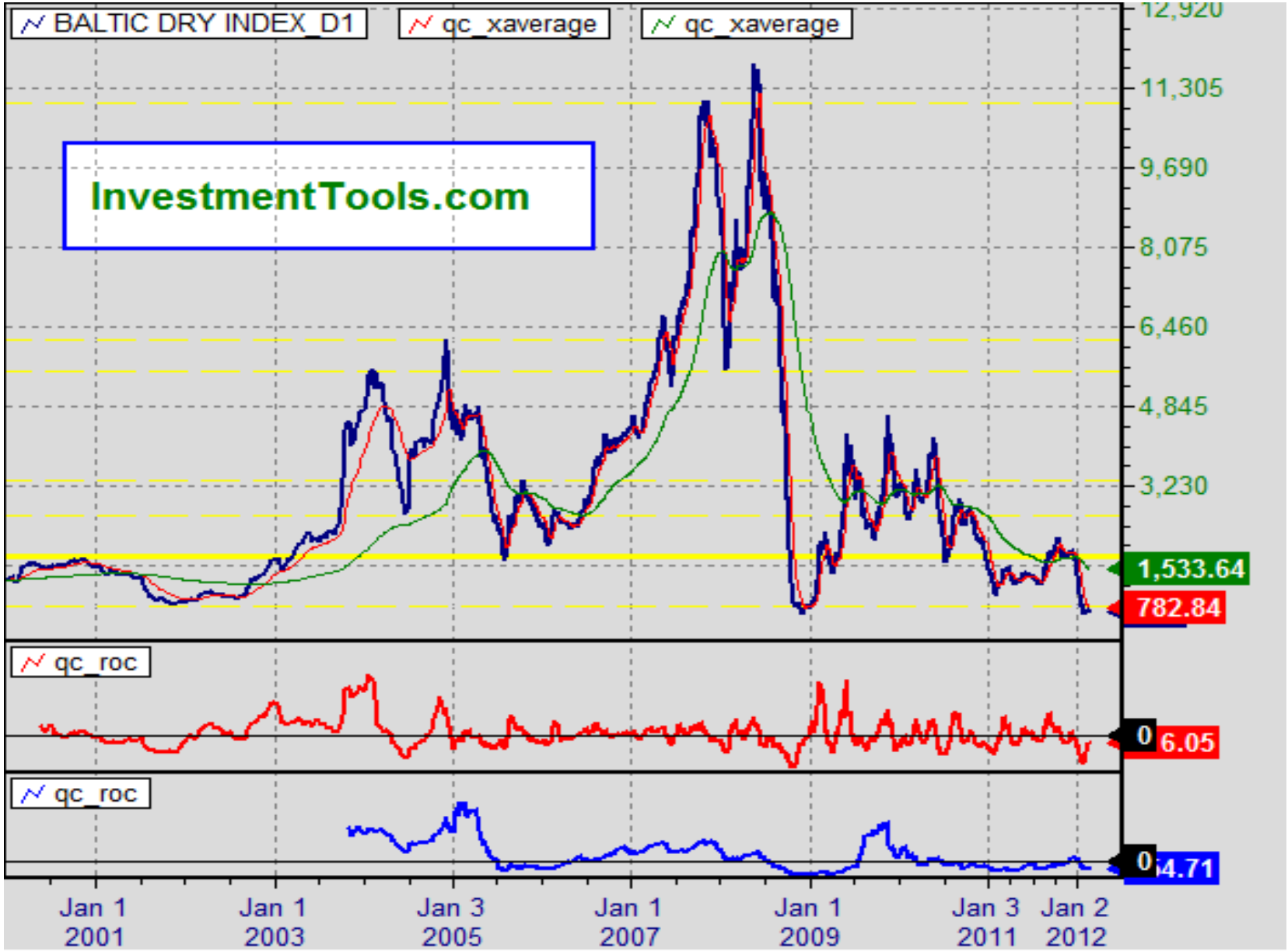


Chart created with NeoTicker EOD © 1998-2007 TickQuest Inc.

1 mai 2007 - 27 avr. 2012 - Dr : 1156,00
Graphiques © Zonebourse.com
BDI MMA(20) 1002,25 MMA(50) 885,70 MMA(100) 1072,62
11000
10000
9000
8500
8000
7500
7000
6500
6000
5500
5000
4500
4000
3500
3000
2500
2000
1500
1000
2007
2008
2009
2010
2011
2012

4/ **Les conditions climatiques** ont toujours été à l'origine des baisses ou des hausses de la production, créant ainsi des zones de déficit ou de surplus (on rappelle que trois années consécutives de « bonne » production américaine suffirait à faire plonger les cours des céréales), cependant ce qui a changé, c'est la volatilité des prix accentuée par les changement climatiques.

5/ Le taux de change (et plus particulièrement la parité dollar / Euro) joue sur la monnaie de facturation des produits agricoles. Généralement payés en dollars, les produits agricoles subissent les fluctuations du change.

6/ Les marchés agricoles sont en train de devenir des marchés financiers. Les opérations de spéculation génèrent une certaine dérive du capitalisme financier et modifient les comportements sur les marchés agricoles. Les marchés à terme, lieux de couverture, deviennent progressivement des lieux d'arbitrage et spéculation. La crise financière des subprime (crise immobilière et crise des actifs financiers) a amené les opérateurs du marché à se replier sur les marchés agricoles. La financiarisation des marchés agricoles contribue à rendre plus instables les cours des matières premières.

EUR/USD Spot
Cours 1,2318
Sem. 05 Aou, 2005 - Sem. 01 Aou, 2012
1,60
1,50
1,40
1,30
1,20
1,10
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
Volume
0
Sem. 05 Aou, 2005 - Sem. 01 Aou, 2012

7/ **L'exploitant agricole devra ensuite tenir compte de sa position géographique** à l'égard des zones de stockage, de production et de consommation. Sa compétitivité s'exprime à la fois en termes de coût de production, de coût de stockage et de coût de transport.

Les prix s'expriment généralement en prix rendus (tenant compte des coûts de transport jusqu'au lieu de destination) par rapport à une base donnée (juillet, le plus souvent) et en prix FOB (Free on Board : départ du lieu de stockage ou de production). C'est l'importance des bassins de production et de transport qui déterminent la référence à un port d'embarquement (Rouen, Dunkerque, La Pallice,…), une ville de départ production (Port la Nouvelle, Creil Metz, Eure et Loir…) dans le cas du blé tendre. Ces prix sont donnés par FranceAgriMer.

	Blé tendre	Maïs	Pois	Colza	Orges de mouture	Orges de basserie	Blé Chicago
	Base juill rendu Rouen standard	Base juill FOB Bordeaux Standard	Base août Fob Creil	Prix Spot Fob Moselle	Base Juil Rendu Rouen Standard	Base Juil Fob Creil Type sebastian	Échéance rapprochée Chicago en usd/ boisseau
Cours	243	235	270	450	223	238	7.4725
Taxes	1.37	0.87	1.67	3.74	0.87	0.87	
Majorations	5.115	5.115	5.49		5.115	5.115	
Spot Nets de taxe majorations incluses	246.75	239.25	273.82	446.26	227.25	242.25	210.57
Change/ veille	- 2.00	- 2.00	- 5.00	-2.00	- 2.00	- 2.00	- 2.32

Cotations au 7 janvier 2013: 1 euro = 1.3039 $

	Blé tendre	Maïs	Pois	Colza	Orges de mouture	Orges de basserie	Blé Chicago
	Base juill rendu Rouen standard	Base juill FOB Bordeaux Standard	Base août Fob Creil	Prix Spot Fob Moselle	Base Juil Rendu Rouen Standard	Base Juil Fob Creil Type sebastian	Échéance rapprochée Chicago en usd/ boisseau
Cours	265	250	285	475	240	240	8.4875
Taxes	1.37	0.87	1.67	3.74	0.87	0.87	
Majorations	3.255	3.255	3.05		3.255	3.255	
Spot Nets de taxe majorations incluses	266.89	252.39	286.38	471.26	242.39	242.39	245.06
Change/ veille	- 2.00	+ 0.00	+ 0.00	+ 3.00	+ 0.00	+ 0.00	- 0.65

Cotations au 15 novembre 2012 : 1 euro = 1.2726 $

A côté des cotations traditionnelles exprimées en « base juillet » et en rendu port d'embarquement, FranceAgriMer diffuse des cotations internationales quotidiennes pour les blés français et hebdomadaires pour les orges de brasserie. Elles incluent les majorations mensuelles liées aux frais de stockage (environ 0,93 €/t/mois) et les coûts de transport et de manutention liée au chargement des bateaux. Elles sont quotidiennes pour les blés français, les orges fourragères et le maïs, hebdomadaires pour les orges de brasserie.

- Pour le **blé tendre**,
French Channel Wheat (FCW), pour les sorties par la Manche et la mer du Nord (80 % des exportations vers les pays tiers et 15 % de celles vers l'UE). Les blés de classe 1 (FCW 1)
French Atlantic Wheat (FAW), pour les exportations à partir du littoral atlantique (15 % des sorties de blés français): les blés de classe 1 (FAW 1)

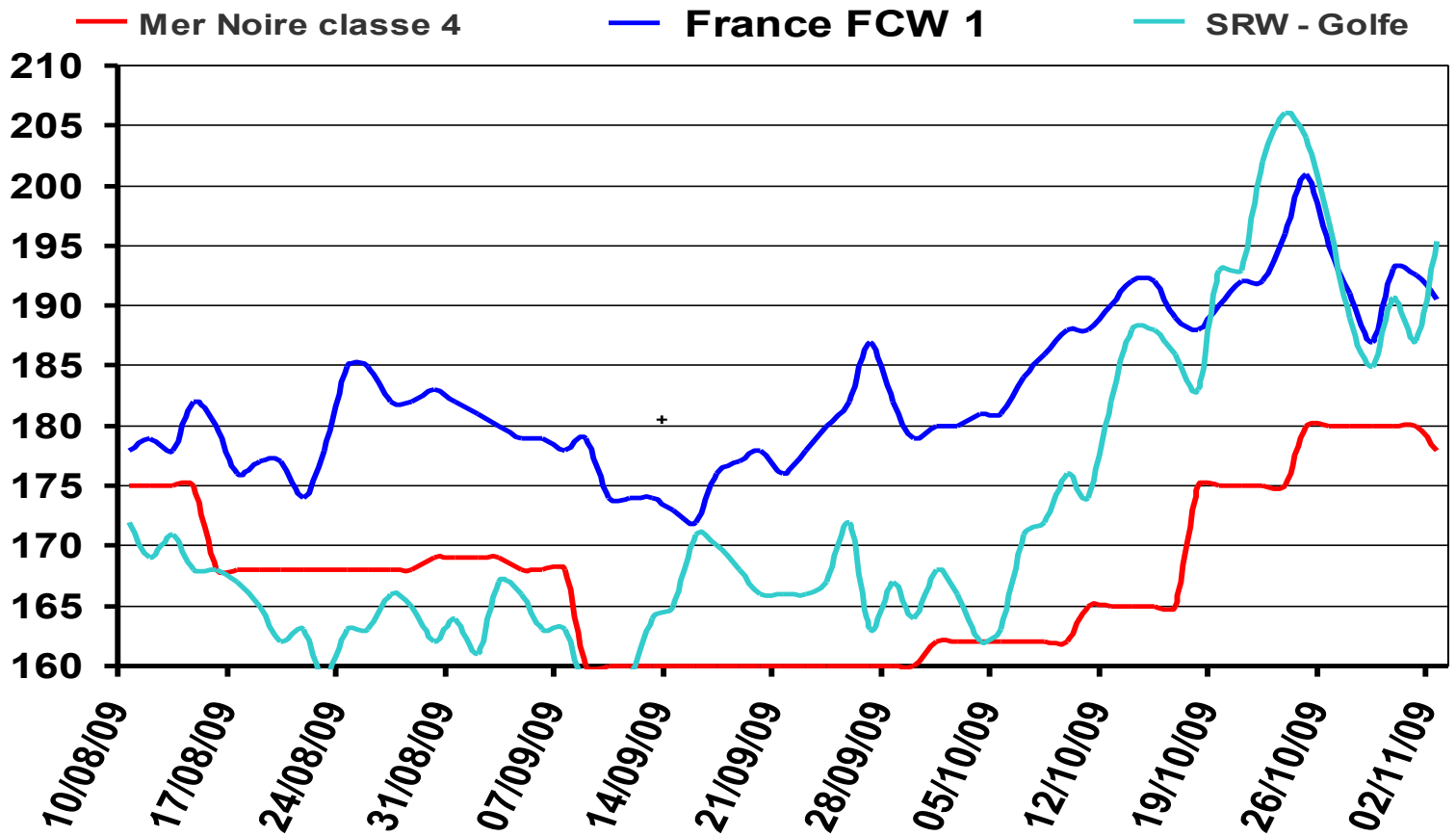
- Pour le **blé dur**,
FOB La Pallice, au départ des ports atlantiques
FOB Port-la-Nouvelle, depuis la côte méditerranéenne.

- Pour les **orges**, elles se subdivisent en orges fourragères (FOB Rouen) et orges de brasserie. On utilise alors une cotation dite French *Malting Barley* (FMB), qui comporte trois sous-cotations : Channel Spring Barley, pour les orges de printemps au départ de la Manche; Channel Winter Barley 6 Rows, pour les orges d'hiver six rangs au départ de la Manche; Atlantic Spring Barley, pour les orges de printemps au départ de la façade atlantique.

Ces cotations sont directement comparables à celles d'autres origines. Elles incluent les majorations mensuelles et les coûts de mise à fob. Exprimées en euros et en dollars (hors restitutions à l'exportation), elles permettent d'améliorer la compréhension des opérateurs étrangers en leur donnant un élément de comparaison homogène. Pour le blé, deux types de cotations internationales sont disponibles : le **French Channel Wheat (FCW)** pour les sorties de blé assurées par les ports de la Manche et de la Mer du Nord, soit 80 % des exportations françaises sur pays tiers et 15 % des ventes sur l'Union Européenne. Est côtée en 2003/2004, la classe représentative 1 : FCW 1. En effet, 75% de la récolte française 2003 est classée dans les catégories E et 1. Le **French Atlantic Wheat** (FAW) pour les opérations réalisées à partir de la façade atlantique, soit 15 % des sorties de blés français. Sont actuellement côtés les blés de classe 1 (FAW 1).

Les cotations sont présentées au stade négoce (hors TVA). Pour obtenir le prix culture, il suffit de retrancher la marge de l'OS (9 à 12 € la tonne) et les taxes à la charge du producteur (dans le cas du blé tendre : 1.27 €/t ; blé dur : 0.77€/t).

On assiste depuis quelques années à un resserrement des écarts de prix mondiaux pour de nombreux produits agricoles, notamment le blé tendre.



Source : CIC (en $/t)

Tous ces éléments devraient générer plus de volatilité des prix dans l'avenir et l'apparition d'une superposition de deux cycles.

- Une tendance à la fois baissière (à la suite de la récolte) et haussière des cours (au fur et à mesure que l'on se rapproche de la nouvelle récolte).

- Des fluctuations brutales de cours (à la hausse comme à la baisse) durant des périodes très courtes.

→ Ceci devrait accroître le besoin de se couvrir sur les marchés à terme.

→ Ceci va également encourager une certaine spéculation sur les matières premières.

II. LES CARACTERISTIQUES DES MARCHES A TERME

Ce sont des marchés sur lesquels des transactions donnent lieu à paiement et livraison des marchandises (ou actifs financiers) à une échéance future. Le marché à terme définit un prix d'échange pour un produit donné et pour une date future. Ce prix formé par la libre confrontation de l'offre et la demande, sert de signal pour de nombreuses décisions économiques telles que la mise en production, le stockage ou la transformation.

A. Objectifs d'un marché à terme

La mise en place d'un marché à terme répond généralement à deux objectifs :

1° Rassembler en un seul lieu les acheteurs et les vendeurs afin d'organiser la confrontation de l'offre et la demande (unicité des prix à un instant donné, standardisation des contrats) ;

2° Etablir et faire respecter les règles qui assurent que la négociation prend place dans un environnement ouvert et compétitif. Tout agent est capable de prendre une position sur le marché, qu'il soit acheteur ou vendeur. La négociation porte sur des échanges futurs de produits dont le prix fluctue sur le temps.

Le marché à terme est une réponse aux problèmes de transparence et de défaillance rencontrés sur les marchés de livraison différée. **Par opposition aux opérations de livraison différée, les caractéristiques des contrats à terme sont standardisées** : qualité de la marchandise livrable, quantité ou unité de négociation, échéances et conditions de livraison fixées par avance, seul le prix est discuté par les opérateurs.

Cette standardisation aboutit à la fongibilité des contrats (possibilité pour un opérateur de dénouer sa position avec une contrepartie différente de sa contrepartie initiale, en passant une opération inverse à la position détenue) et améliore le fonctionnement des marchés.

L'objectif prioritaire pour le marché à terme est d'assurer une sécurité maximum des opérations. Cette sécurité s'appuie sur l'existence d'une chambre de compensation, contrepartie unique de l'ensemble des acheteurs et des vendeurs, dans le cadre d'une négociation qui rompt avec les transactions bilatérales en vigueur (constitution obligatoire d'un dépôt de garantie, procédure des appels de marge quotidiens) a renforcé la sécurité des marchés à terme.

Comparaison des contrats à terme et des contrats à livraison différée

	MARCHES DE LIVRAISON DIFFEREE (forward markets)	MARCHES A TERME (future markets)
Termes du contrat	Fixés librement par les contractants, marché de gré à gré	Standardisés, marché public, centralisé, organisé
Systèmes de négociation	Par téléphone	Système électronique
Risque de contrepartie	Pris en charge par les contractants	Pris en charge par la chambre de compensation
Transfert du contrat	Difficile	Facile (fongibilité et liquidité des contrats)
Cours	Opacité	Transparence

B. Fonctions d'un marché à terme

Le marché à terme a trois fonctions (sécurité, transparence, anticipation) :

- *Le transfert de risque :* le marché à terme permet la couverture des risques de prix existant sur le marché au comptant. La couverture consiste à prendre une position inverse et équivalente à celle du marché au comptant. La justification économique de ce transfert de risque apparaît dans l'évolution des cours au comptant et des cours à terme (principe de la base).

- *La découverte du prix unique :* le marché à terme est un marché centralisé permettant la confrontation générale de l'offre et de la demande (prix unique à un instant donné). Ce prix synthétise l'ensemble des intérêts des opérateurs (acheteurs et vendeurs), il reflète un consensus des opérateurs sur la valeur future du produit **=> Prix de référence**. Le marché à terme donne accès à des cotations sur une gamme d'échéances (8 pour le blé, 6 pour le colza) qui couvrent 18 mois, soit deux campagnes de production.

- *C'est un marché de dernier recours* tant pour les acheteurs que pour les vendeurs. Ainsi un acheteur de produits physiques ne trouvant pas de produits pour satisfaire ses besoins, peut acheter un contrat à terme pour en prendre livraison à l'échéance. La réciproque est vraie pour un vendeur de produits physiques.

C. Conditions d'existence d'un marché à terme

L'existence d'un marché à terme est généralement conditionné par 5 facteurs :

- la volatilité des prix ;
- la taille du marché ;
- le besoin de couverture par tous les opérateurs d'une filière (producteur jusqu'au négociant) ;
- la réunion d'une communauté de courtiers à même d'exécuter les ordres de clients finaux (Bourse) ;
- la maturité du marché (seul moyen de lancer de nouveaux contrats). Le lancement d'un contrat est généralement négocié entre la société de Bourse (NYSE – EURONEXT LIFFE et les différents acteurs du marché ou de la filière)

D. Organisation d'un marché à terme

L'organisation et le fonctionnement du marché à terme peuvent être décrits à partir des quatre éléments suivants : la place de transaction, l'objet de la transaction (un produit, un contrat), les opérateurs et le système d'échange.

La place de transaction

C'est une Bourse, constituée d'un nombre limité de membres qui ont acheté leur droit à faire des transactions. La Bourse est gérée par une entreprise de marché, MATIF SA (1986), ParisBourse SA (1998), EURONEXT (2000) et NYSE EURONEXT SA (2007).

Le 22 septembre 2000, les bourses nationales de Paris (ParisBourse SA), Bruxelles (BXS) et Amsterdam (AEX) ont fusionné pour créer la première bourse paneuropéenne. La Société Euronext NV, holding du groupe, est une société anonyme de droit néerlandais, dirigée par un conseil de surveillance et un directoire. Son siège est à Amsterdam. La Bourse de Paris représente 60% du nouvel ensemble, Amsterdam (32%) et Bruxelles (8%).

En 2007, Euronext s'est rapproché de NYSE (New York Stock Exchange) pour former la plus grande bourse internationale, Cette nouvelle entité s'appelle NYSE – EURONEXT..

Pour assurer ses nombreuses missions, Euronext a le rôle d'une maison mère dirigeant un ensemble de filiales spécialisées dans les différents métiers boursiers.

→ *Eurolist* est un marché réglementé. Ouvert le 21 février 2005, il est issu de la fusion des anciens *Premier, Second et Nouveau* marchés. Les sociétés y sont classées par ordre alphabétique avec un critère de capitalisation boursière. A pour les sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros, B pour les sociétés dont la capitalisation est comprise entre 1 milliard d'euros et 150 millions d'euros et C pour les sociétés dont la capitalisation est inférieure à 150 millions d'euros. Eurolist regroupe ainsi environ 700 sociétés cotées.

→ *Alternext* est un marché non réglementé, c'est-à-dire un marché où les valeurs ne font pas l'objet d'une procédure d'admission et où les sociétés cotées (principalement des PME et des PMI) ne sont pas soumises à des obligations de diffusion d'informations. Les opérations d'échange, de retrait ou de rachat des titres inscrits sur un marché non réglementé sont réalisées hors intervention et contrôle des autorités de marché.

→ Le *marché libre* est un marché non réglementé mais organisé d'*Euronext*. Contrairement à *Eurolist*, les sociétés présentes sur le Marché libre (principalement des petites entreprises) n'ont aucune obligation d'information légale spécifique. Le Marché libre n'offre, par conséquent, pas le même niveau de liquidité, d'information et de sécurité qu'*Eurolist*.

→ *Euronext.liffe* regroupe les marchés dérivés (marchés réglementés sur lesquels se modifient des contrats à terme et d'options, réservés à des spécialistes) d'Amsterdam, de Paris, de Londres, de Bruxelles et de Lisbonne. Euronext.liffe regroupe le MONEP (marché réglementé français de produits dérivés spécialisé dans les contrats à terme et les options sur actions ou sur indices, 1987) et le MATIF (marché réglementé français de produits dérivés spécialisé dans les contrats à terme et options sur les taux d'intérêt et les marchandises, 1986). Ces marchés sont dits dérivés de ceux des obligations et actions en ce sens qu'ils commercialisent des titres définis par rapport au risque.

La Bourse ne réalise pas de transactions sur le marché, elle fournit les installations et définit les règles de fonctionnement des marchés à terme :

-*Mettre à disposition un local pour réaliser des transactions*

-*Etablir les règles de transaction et les pratiques commerciales*

-*Contrôler l'applications des règles et des pratiques*

-*Rédiger les contrats à terme*

-*Régler les litiges et garantir les échanges*

-*Collecter et diffuser l'information auprès des opérateurs* (l'information concerne les prix, le volume du marché et la taille du marché (nombre de contrats détenus par les opérateurs, engagements à vendre ou à acheter)

Les produits et les contrats à terme

L'essor des marchés à terme est étroitement lié à l'évolution des produits traités sur le marché. On distingue généralement deux types de produits : les marchandises stockables et les marchandises non stockables.

-Les marchandises stockables : le MAT permet une gestion rationnelle des stocks. Selon les différents signaux du marché, la consommation d'un stock disponible est modulée sur le temps.

-Les marchandises non stockables : il ne s'agit plus ici de former des prix sur le temps pour gérer un stock mais de prendre des décisions de production, d'échange, d'utilisation ou de substitution des produits. Les opérateurs peuvent ainsi gérer leur activité et maîtriser le rendement qui lui est associé en achetant et en vendant à terme (Marché de Chicago pour les contrats « animaux sur pieds »).

Sur un marché, les transactions ne portent pas sur un produit mais sur un contrat. *Le contrat à terme* est un document rédigé par un comité technique qui décrit les conditions standardisées de l'échange de produit. Les spécifications essentielles d'un tel contrat concernent : la nature du produit et sa qualité, la quantité, les mois de cotation, les modalités de livraison et de paiement, enfin les procédures légales en cas de litige.

La mise en place des contrats repose sur une étude de faisabilité réalisée par Euronext.liffe auprès des différents acteurs de la filière. Des contrats à terme et à option existent pour 8 types de produits : blé meunier (1996), blé fourrager (1998), maïs, colza (1994), sucre blanc, sucre roux et tournesol (2002), orge (2010).

A cette gamme de produits, a été adossée d'autres contrats : les contrats d'option et les contrats d'huile.

-Le contrat d'options adossé au contrat graines de colza a été mis en place le 27 mai 1999. Les volumes échanges sont cependant très faibles (moins de 10 000 contrats).

- Le contrat tourteau de colza a été lancé le 29 octobre 1999. Malgré son intérêt manifesté par la filière (Nord de l'Europe), ce contrat ne fonctionne pas bien.

-Le contrat huile de Tournesol, ouvert en mars 2000, connaît les mêmes revers que son prédécesseur.

le contrat à terme blé meunier n°2

Le contrat à terme blé de meunerie n° 2 repose sur des spécifications précises : poids spécifique (76 kg/hl); humidité (15 %); grains brisés (4 %); grains germés (2 %) et impuretés (2 %).

Il s'agit d'un contrat de 50 tonnes, côté à Euronext.

- Bourse Euronext : pré-ouverture (10 h 30 – 10 h 45),
ouverture (10 h 45 – 18 h 30)

- Huit échéances : juillet, septembre, novembre, janvier, mars, mai

- Clôture d'une échéance : le 10 du mois d'échéance.

- Cotation : échelon minimum de cotation : 0.25€ par tonne métrique

- Ouverture de compte :
http://www.liffe-commodities.com

BLE MEUNIER : MATIF 7 janvier 2013

Échéance	Volume achat	Prix achat	Prix vente	Volume vente	Dernière transaction	Dernier volume traité	Dernier prix traité	Var €/t	Var %	+ haut du jour	+ bas du jour	Volume cumulé du jour	P.O	Cours de compens.
Jan 13	25	250.25	250.50	4	18:38	-	250.50	-0.50	-0.20	253.0	250.25	1108	6561	250.50
Mars 13	282	242.25	246.00	12	18:38	-	242.50	-1.00	-0.41	245.75	242.25	13951	110567	242.50
Mai 13	36	240.25	240.50	4	18:38	-	240.50	-1.25	-0.52	244.5	240.25	5180	87821	240.50
Nov 13	10	218.50	219.00	4	18:38	-	219.00	-0.75	-0.34	222.0	218.5	4129	81657	219.00
Jan 14	10	218.25	219.25	10	18:38	-	219.25	-0.75	-0.34	221.75	219.00	473	1506	219.25
Mars 14	15	218.00	219.50	10	18:38	-	219.25	+0.25	+0.11	219.75	219.75	100	156	219.25
Mai 14	4	217.25	221.25	10	18:38	-	218.50	-0.50	-0.23	219.0	219.0	10	1	218.50
Nov 14	20	212.00	213.00	5	18:38	-	212.75	+0.25	+0.12	213.0	212.5	6	2922	212.75
Jan 15	10	207.50	214.75	1	18:38	-	213.75	+0.25	+0.12	213.75	213.75	-	108	213.75
Mars 15	-	-	-	-	18:38	-	215.00	+0.25	+0.12	215.0	215.0	-	1	215.00
Mai 15	-	-	-	-	18:38	-	211.00	+0.25	+0.12	211.0	211.0	-	-	211.00

Maïs : MATIF, 7 janvier 2013

Échéance	Volume achat	Prix achat	Prix vente	Volume vente	Dernière transaction	Dernier volume traité	Dernier prix traité	Var €/t	Var %	+ haut du jour	+ bas du jour	Volume cumulé du jour	P.O	Cours de compens.
Jan 13	-	-	-	0	18:38	-	235.00	-0.25	-0.11	235.0	231	78	109	235.00
Mars 13	1	235.25	236.00	16	18:38	-	235.50	-0.25	-0.11	238.75	235.25	1128	15193	235.50
Juin 13	1	236.25	237.00	31	18:38	-	237.00	-0.25	-0.11	239.5	236.25	508	6903	237.00
Août13	38	238.50	239.75	30	18:38	-	239.00	0.00	0.00	241.25	239.0	76	594	239.00
Nov 14	3	208.50	209.50	8	18:38	-	208 .50	-0.50	-0.24	210.50	209.0	48	2259	208.50
Jan 14	10	210.00	211.25	3	18:38	-	210.25	-0.50	-0.24	211.75	211.0	25	303	210.25
Mars 14	10	209.00	215.00	8	18:38	-	209.25	-0.50	-0.24	209.25	209.25	-	-	209.25
Juin 14	-	-	-	-	18:38	-	196.00	-4.75	-2.37	196.0	196	-	-	196.00
Août 14	-	-	-	-	18:38	-	196.00	-4.75	-2.37	196.0	196	-	-	196.00
Nov 14	-	-	-	-	18:38	-	203.00	-4.75	-2.29	203.0	203	-	-	196.00

Graine de Colza, MATIF, 7 janvier 2013

Échéance	Volume achat	Prix achat	Prix vente	Volume vente	Dernière transaction	Dernier volume traité	Dernier prix traité	Var €/t	Var %	+ haut du jour	+ bas du jour	Volume cumulé du jour	P.O	Cours de compens.
Fev 13	10	449.50	455.50	5	18:38	-	452.25	+5.00	+1.12	452.50	448.75	4376	33982	452.25
Mai 13	12	449.00	449.50	9	18:38	-	449.00	+3.25	+0.73	449.75	446.25	2466	18828	449.00
Août 13	7	425.25	425.75	2	18:38	-	425.25	+0.50	+0.12	425.75	422.75	522	12353	425.50
Nov 13	2	427.00	427.50	2	18:38	-	427.00	+1.50	+0.35	427.00	425.00	631	4104	427.00
Fev 14	5	422.50	428.50	10	18:38	-	427.25	+0.50	+0.12	427.25	427.25	-	144	427.25
Mai 14	-	-	434.50	24	18:38	-	433.25	+1.25	+0.29	433.25	433.25	-	20	433.25
Août 14	5	409.25	428.75	2	18:38	-	416.50	+1.50	+0.36	416.50	416.50	-	131	416.50
Nov 14	5	418.00	429.00	2	18:38	-	429.00	+10.0	+2.39	429.00	429.00	-	301	429.00
Fev 15	-	-	-	-	18:38	-	417.50	+10.0	+2.45	417.50	417.50	-	-	417.50
Mai 15	-	-	-	-	18:38	-	417.50	+10.0	+2.45	417.50	417.50	-	-	417.50

Contrat de Tournesol

Nominal : 50 t métriques

- Cotation : €/tonne métrique
- Sous-jacent graines de tournesol toutes origines de qualité SLM
  - Teneur en huile 44 %
  - Humidité 9 %
  - Impuretés 2 %
  - Acidité oléique 2 %
- Ports de livraison : La Pallice, Gand sur l'Escaut
- Echéances : 6 échéances successives cotées en permanence parmi février, avril, juin, août, octobre et décembre.

Les conditions de livraisons : FOB maritime pour la Pallice et FOB fluvial pour Gand, sont régies respectivement par :

- la formule Incograin n° 13 du Syndicat de Paris
- et le contrat n° 7 de la Chambre arbitrale d'Anvers

Le contrat à terme est un **engagement entre un acheteur et un vendeur.** En passant un contrat à terme, le vendeur s'engage à livrer un produit sur une échéance donnée, et inversement, l'acheteur s'engage à en prendre livraison et à le payer au prix négocié.

En fait, peu de contrats se dénouent par livraison physique du produit négocié. Deux raisons peuvent être évoquées : les conditions pratiques d'échange ne conviennent pas réellement aux professionnels ; les spéculateurs n'ont pas d'intérêt à recevoir des produits physiques ou à en livrer.

La méthode la plus utilisée pour dénouer sa position de vendeur ou d'acheteur sur le marché à terme consiste à prendre une position inverse en nombre de contrats sur une même échéance.

La standardisation du contrat à terme et la méthode de négociation sur un marché ouvert à tous permet une forte liquidité des transactions (c'est à dire l'opportunité à chaque instant d'entrer ou de sortir du marché avec de faibles coûts de transaction).

La possibilité de dénouer une position sur le marché à terme par une prise de position inverse, et surtout la facilité de ces opérations d'entrée et de sortie du marché, constitue l'intérêt spécifique du marché à terme

Le système de transaction

Pour un prix côté de marché, certaines personnes souhaitent acheter le produit et d'autres le vendre. Les ordres d'achat et de vente sont confrontés électroniquement et publiquement par les opérateurs. Le prix évolue en fonction des ordres transmis. Si les ordres d'achat sont plus nombreux que les ordres de vente, le prix monte. Cette hausse de prix stimule les vendeurs et décourage les acheteurs, le prix reprend ainsi une position d'équilibre.

→ *Les opérateurs* : La diversité des participants est l'un des facteurs de compétitivité du marché à terme. Il est d'usage de différencier les opérateurs à terme qui ont une position sur le marché physique, appelés professionnels (hedgers), de ceux qui n'y ont pas d'intérêt, les spéculateurs. Il importe également de distinguer les opérateurs internes autorisés à réaliser directement des transactions des opérateurs extérieurs.

- Les opérateurs internes travaillent soit pour leur propre compte, ce sont des spéculateurs professionnels, soit pour le compte d'opérateurs extérieurs, ce sont des courtiers. Ces derniers constituent le groupe le plus important. Leur travail consiste à passer des ordres d'achat ou de vente pour les hedgers ou les spéculateurs. Certains ne travaillent que pour une entreprise (maison de négoce ou banque), d'autres travaillent pour plusieurs clients (firmes de courtage). Les courtiers disposent de deux sources de revenus : les frais de courtage provenant des opérateurs extérieurs pour chaque opération réalisée, les opérations réalisées pour leur propre compte.

- Les spéculateurs professionnels prennent des positions uniquement pour leur compte. En tant que membre de la bourse, ils paient des droits de transaction plus faibles que ceux payés par les opérateurs extérieurs. On classe ces spéculateurs en trois catégories : *les scalpers days* conservent une position d'achat ou de vente durant quelques minutes ou secondes, (la taille des positions est très faible mais le nombre d'opérations passées est très important*), les days traders* cherchent à anticiper la fluctuation générale des prix durant une séance (ils prennent des positions différentes durant une séance mais annulent leur position nette avant la clôture des transactions, qu'ils soient gagnants ou perdants), les *day to day* détiennent de larges positions sur plusieurs jours (grâce à une assise financière solide, ces spéculateurs peuvent absorber les fluctuations défavorables à court terme et tenir une position jusqu'au terme du contrat). Ces trois groupes de spéculateurs professionnels apportent de la liquidité au marché. Les offres d'achat ou de vente des opérateurs extérieurs trouvent à chaque instant des contreparties, pratiquement sans concession de prix.

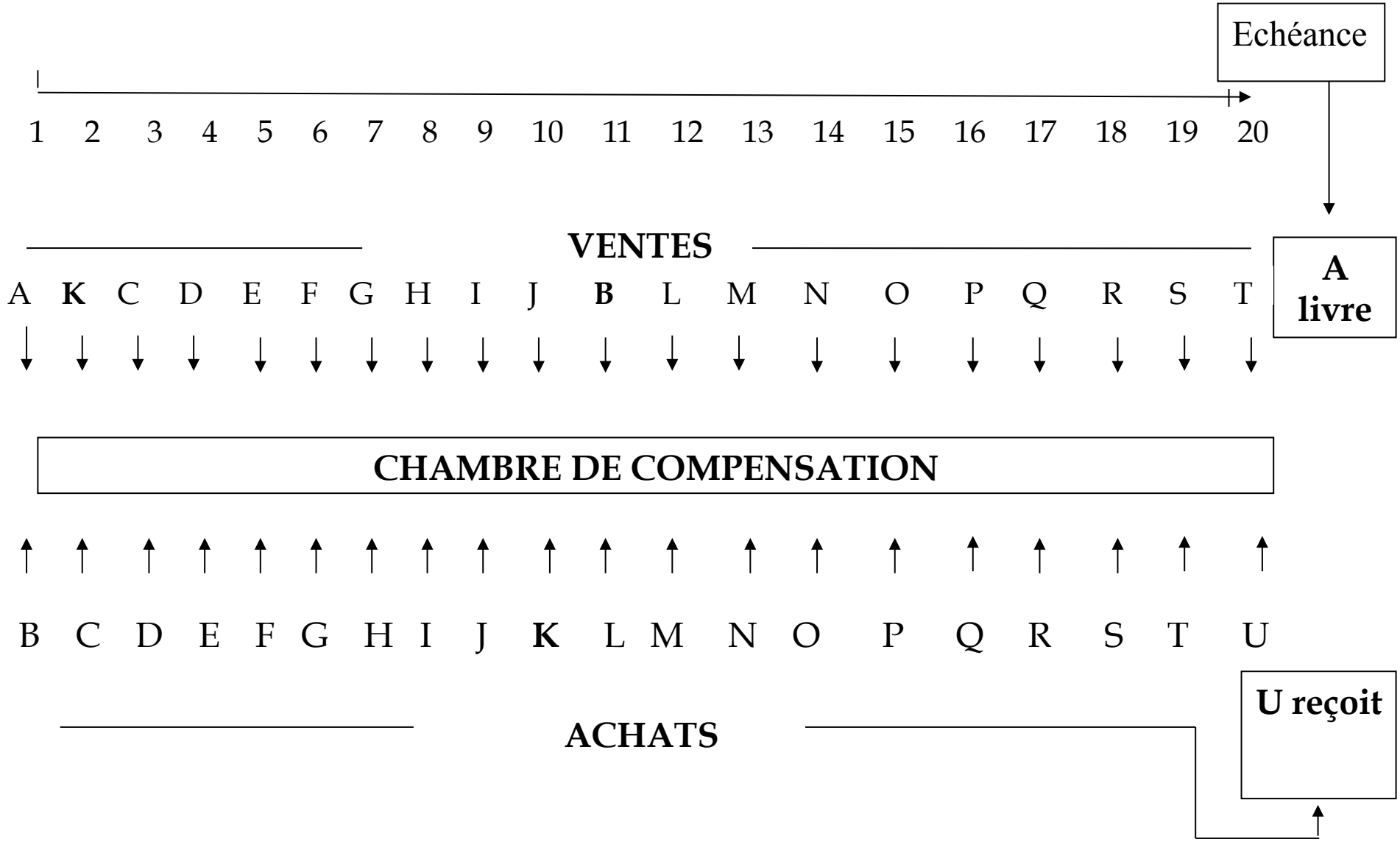
- *Les opérateurs extérieurs* participent au marché par l'intermédiaire des courtiers. Ils sont à l'origine de la majorité des ordres d'achat et de vente. Les petits spéculateurs constituent le groupe le plus important en nombre. Ils interviennent sur le marché par l'intermédiaire de firmes de courtage. Celles-ci jouent un rôle important tant dans la recherche de nouveaux spéculateurs que dans la diffusion de l'information. Les hedgers représentent un groupe moins nombreux que celui des spéculateurs, mais leurs positions en volume sont plus grandes en moyenne. Les participants extérieurs passent des ordres auprès de leurs courtiers. Quatre types d'ordres sont couramment utilisés.

L'ordre ***" prix de marché "*** demande au courtier d'acheter ou de vendre immédiatement au meilleur cours possible.

L'ordre ***" prix limite "*** émane d'un opérateur moins pressé qui fixe le niveau de prix auquel l'achat ou la vente doit être réalisé.

L'ordre ***" d'arrêt "*** devient un ordre d'achat au prix de marché si les cours montent jusqu'à une limite fixée, et un ordre de vente si les cours descendent jusqu'à une seconde limite. Ce type d'ordre est utilisé pour annuler une position en limitant les pertes, pour prendre un bénéfice sur une position ouverte ou enfin pour initialiser une position à un prix jugé favorable.

L'ordre ***" d'écart*** " se place non plus sur un niveau de prix mais sur une différence. Le spéculateur place un ordre d'achat d'écart s'il pense que la différence de prix entre deux échéances est trop grande et qu'elle va diminuer. A l'inverse, il place un ordre de vente d'écart lorsqu'il juge la différence trop petite en espérant son augmentation.


Echéance
1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20
VENTES
A livre
A K C D E F G H I J B L M N O P Q R S T
CHAMBRE DE COMPENSATION
B C D E F G H I J K L M N O P Q R S T U
ACHATS
U reçoit

Le but de ce système est de permettre l'annulation d'une position « vendeur » ou « acheteur » à n'importe quel moment sans avoir besoin de rechercher l'opérateur initial de la transaction. La Chambre de compensation rend les contrats impersonnels, faciles à négocier et à liquider. Elle garantit l'intégralité du marché en prenant la responsabilité de livrer les produits et en recevoir le paiement ou de prendre livraison et en payer la valeur dans le cas où un opérateur ferait défaut. Pour assumer cette responsabilité, elle exerce un contrôle initial sur les clauses de la négociation, en particulier le prix et l'échéance des contrats.

La Chambre de Compensation est responsable du transfert des sommes, puisant les sommes dues dans les comptes des perdants et les versant sur les comptes des gagnants. Ainsi tous les jours, un opérateur voit son compte crédité ou débité suivant sa position et la fluctuation des cours. Ce compte d'opérateur est ouvert avant toute chose chez un courtier agréé par la Bourse. L'approvisionnement du compte de tous les participants au marché sert de garantie pour les transferts d'argent. Un système de marges permet, comme nous allons le voir, le maintien d'un crédit minimum sur le compte.

Pour chaque contrat engagé, l'opérateur, vendeur ou acheteur, doit déposer **une marge initiale** sur son compte. Son montant est variable suivant les bourses mais il reste voisin de 10% de la valeur du contrat. Cet argent est bloqué sur le compte mais, dans certaines circonstances, il peut être placé dans des titres financiers à court terme.

Après avoir déposé la marge initiale, l'opérateur est tenu de conserver une somme minimale sur son compte, appelée " **marge minimale** ". Cette marge correspond à peu près à trois quarts de la marge initiale.

Si les variations de prix sont défavorables, la Chambre de Compensation va puiser la somme perdue sur le compte de l'opérateur. Le niveau de compte diminue alors et peut passer en dessous de la valeur de la marge initiale. Si les variations de prix sont défavorables, la Chambre de Compensation va puiser la somme perdue sur le compte de l'opérateur. Le niveau de compte diminue alors et peut passer en dessous de la valeur de la marge initiale. Dans ce cas, le perdant reçoit un appel de marge de la part de son courtier, responsable du compte. Le montant de cet appel de marge doit relever le solde du compte au niveau de la marge initiale. Si le compte n'est pas approvisionné dans le délai requis, la position de l'opérateur est liquidée obligatoirement dès le début de la séance suivante.

Le système de marges garantit la bonne fin des contrats à terme, les sommes bloquées permettant toujours à la Chambre de Compensation de trouver l'argent chez les perdants pour payer les gagnants. Sauf négligence au niveau des appels de marge, le marché à terme ne peut être pris en défaut et la confiance règne entre les opérateurs.

Les opérateurs trouvent également leur intérêt dans ce système car ils réalisent des transactions en ne disposant que d'une fraction minime de la valeur des produits. Cela permet de gérer d'importantes quantités de produits avec un minimum de frais et d'immobilisation de trésorerie : l'effet de levier financier est important.

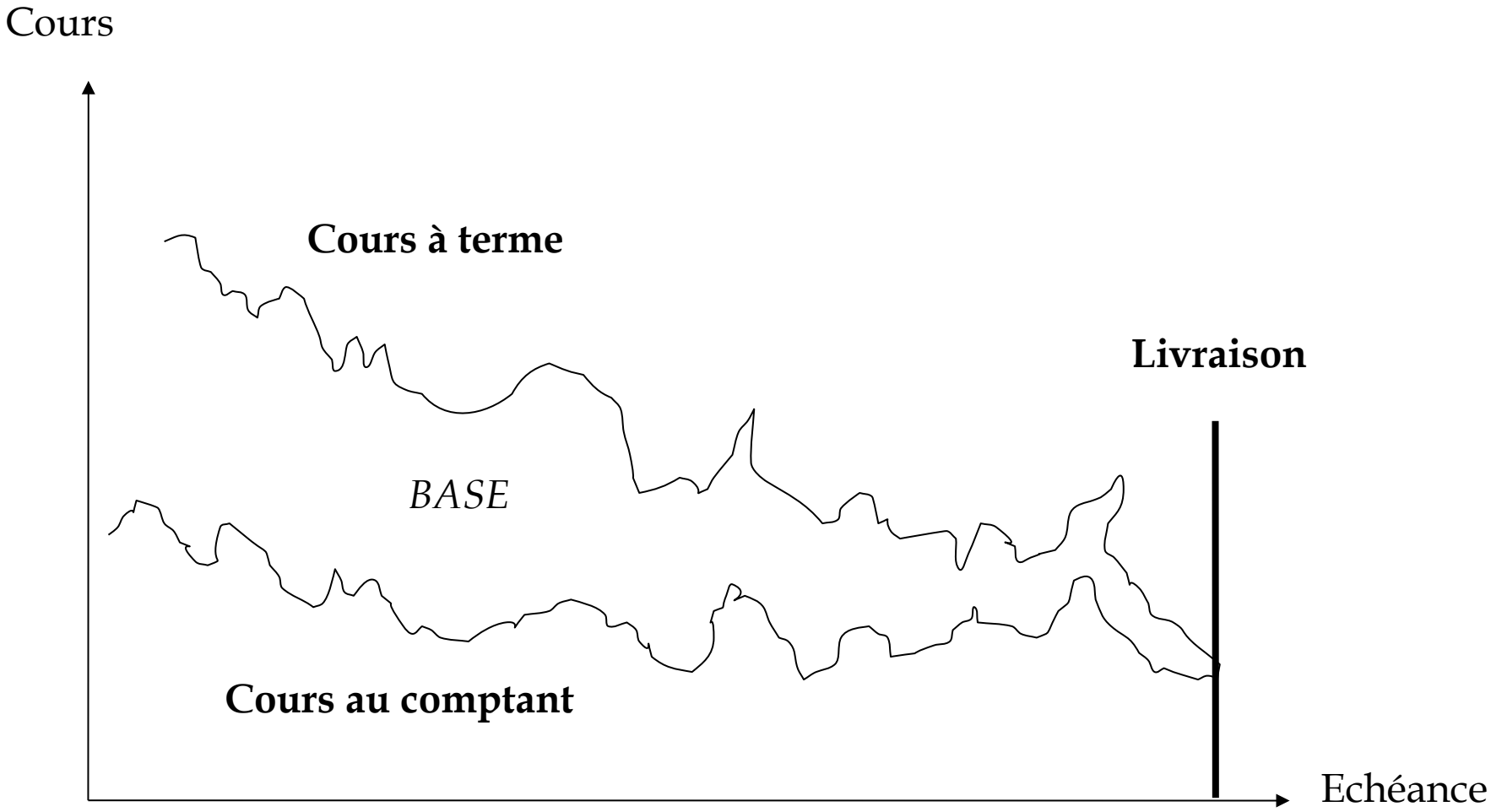
Les Bourses établissent également les variations maximales journalières de fluctuation, en plus ou moins du cours de compensation de la veille (variations limites). Cette règle évite au marché des variations brutales éventuellement dues à l'affolement des opérateurs. Les limites maximales peuvent être atteintes pour des raisons économiques pendant plusieurs jours (crise des subprims). Dans ce cas, la règle peut être assouplie mais la variation importante de prix observée est alors le fruit d'une décision réfléchie des opérateurs. Les Bourses imposent enfin des positions limites et parfois des volumes limites de transaction. Ces règles ne s'appliquent qu'aux opérateurs administrativement rangés dans la catégorie des spéculateurs. Il s'agit de limiter le nombre de contrats détenus par un même opérateur pour éviter que celui –ci ne prenne une position dominante et ne puisse manipuler les prix.

III. LE PRINCIPE DE LA BASE

Le comportement des opérateurs (position longue ou courte) prend généralement en compte l'évolution du cours au comptant et celle du cours à terme.

Bien qu'ils n'évoluent pas exactement de la même façon, ces deux cours ont tendance à bouger de concert. Le cours à terme dépend en effet étroitement du cours au comptant, puisqu'un contrat à terme peut toujours faire l'objet d'une livraison à l'échéance.

Le cours à terme théorique équivaut au cours au comptant augmenté ou diminué du prix du temps, appelé **coût de portage**


Cours
Cours à terme
Livraison
BASE
Cours au comptant
Echéance

Le coût de portage représente le coût du financement de l'achat de l'actif et de son stockage jusqu'à l'échéance, date à laquelle le bien est livré dans le cadre du contrat à terme.

Plus l'échéance du contrat à terme se rapproche, plus le coût de portage est faible. Au fur et à mesure que se rapproche le mois de livraison, les anticipations reflétées dans le cours du terme deviennent les mêmes que celles du marché au comptant.

Par conséquent, le cours du contrat à terme approchant de l'échéance, converge vers le cours de l'actif sous-jacent sur le marché comptant.

Une différence anormale entre les deux cours inciterait les utilisateurs des marchés à terme détenant des positions ouvertes à livrer ou à prendre livraison suivant le sens de l'écart.

Elle inciterait ceux qui interviennent sur les deux marchés à acheter à bas prix et à vendre sur celui sur lequel le cours est élevé, à condition que l'écart soit suffisamment grand pour compenser le coût de la livraison sur le marché à terme.

Ces arbitrages induiront une hausse du cours du marché à bas prix et une baisse du cours du marché à prix élevé, ce qui ramènera les cours à une situation initiale.

A. La base

Le terme de base est utilisé pour désigner la différence entre le cours à terme et le cours au comptant sur le même actif.

La base est généralement définie comme le cours du contrat à terme sur l'échéance la plus proche moins le cours au comptant du produit de la qualité spécifiée dans le contrat à terme, la qualité de base.

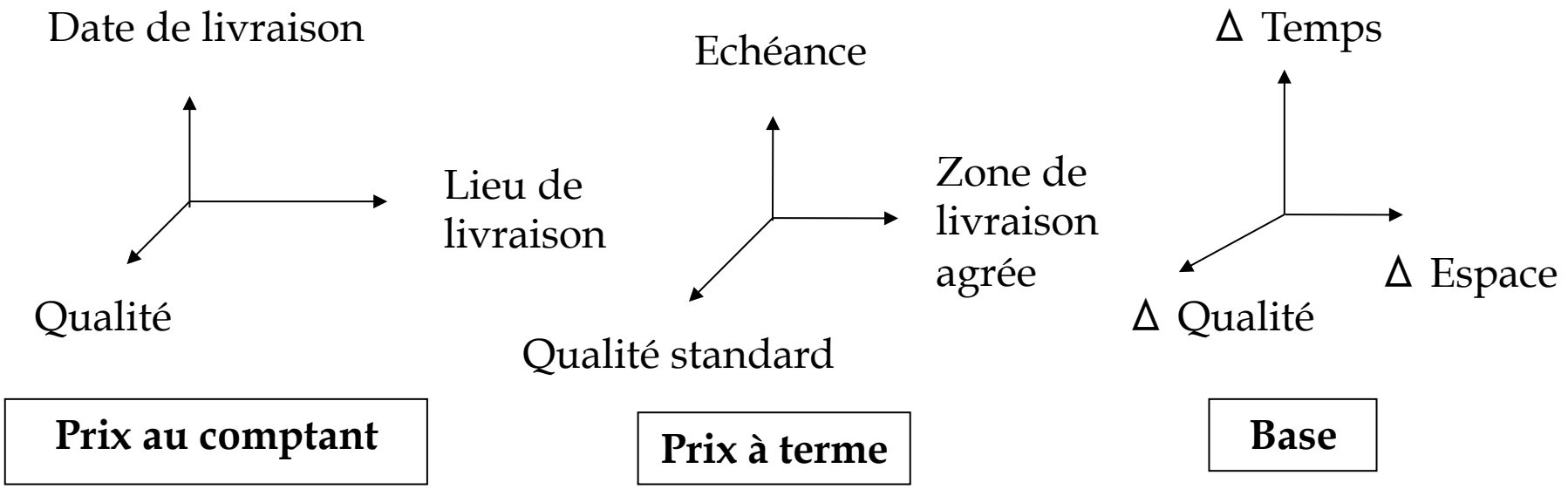
Toutefois, la base est parfois définie comme étant le cours au comptant moins le cours à terme.

Pour les actifs physiques, la base comprend trois composantes :

- *le temps* intègre les anticipations des opérateurs quant à l'évolution des cours. Il comporte notamment le coût de portage (coût d'achat du bien au comptant et de sa revente à terme), qui est essentiellement composé du ***coût de stockage***, de la ***prime d'assurance*** et du ***coût du financement***.

- *la distance* : à tout moment, le cours au comptant d'une marchandise en un point donné est différent de celui qui prévaut à l'endroit de la livraison sur le marché à terme. Cette différence reflète le coût de transport d'un produit de son lieu de production à sa zone de consommation, et les équilibres entre offre et demande aux deux endroits.

- *la qualité* : des qualités de bien différentes de la qualité de référence peuvent le plus souvent être livrées, suivant un système de primes et de décote, et ce afin d'élargir le marché.


Date de livraison
Qualité
Prix au comptant
Lieu de livraison
Echéance
Qualité standard
Prix à terme
Zone de livraison agrée
Δ Temps
Δ Espace
Δ Qualité
Base

Ainsi la base reflète ce que vaut le produit sur le marché local en relation avec le marché à terme.

La valeur de la base est fonction :

- de la valeur du stockage sur le marché local (en relation avec celui du marché à terme) ;

- de la valeur du transport entre le marché de consommation et les zones de surplus, et entre ce marché et les points de livraison définit dans le contrat à terme ;

- de la valeur de la qualité du produit offert (en relation avec celle définie dans le contrat standard) ;

- des conditions d'offre et de demande sur le marché local (en relation avec celles qui prévalent sur le MAT, influence des produits substituables).

Evolution de la base

La valeur de la base évolue avec le temps pour plusieurs raisons :

- *Le comptant et le terme forment deux marchés séparés*. Les possibilités qu'offre le marché comptant de traduire les besoins à long terme des opérateurs en transactions immédiates sont limitées, surtout en regard de celles du marché à terme. Le cercle des participants au marché à terme est plus large que celui du comptant, car les objectifs des intervenants ne sont pas les mêmes sur les deux marchés. Comme les marchés au comptant et à terme ne répondent pas aux mêmes attentes, leurs variations ne sont pas identiques et la différence entre les deux cours – la base – subit des changements dans le temps.

- *Le coût de portage varie*. Le coût de portage, reflété dans le cours à terme, est sensible aux fluctuations du taux d'intérêt. Il dépend aussi du cours au comptant du produit, de la capacité de stockage disponible, et de la durée restant à courir jusqu'à l'échéance.

- *La composante distance* de la base intervient également. Les prix des services de transport ne sont pas constants et peuvent être négociés. Les moyens de transport disponibles, les conditions météorologiques et les conflits sociaux peuvent influencer le coût de transport. Les conditions d'offre et de demande de chaque marché local sont sujettes à variation. Ainsi, un déséquilibre entre l'offre et la demande peut se produire dans une zone et ne pas affecter l'endroit où se font les livraisons sur le marché à terme, provoquant un changement de la base locale.

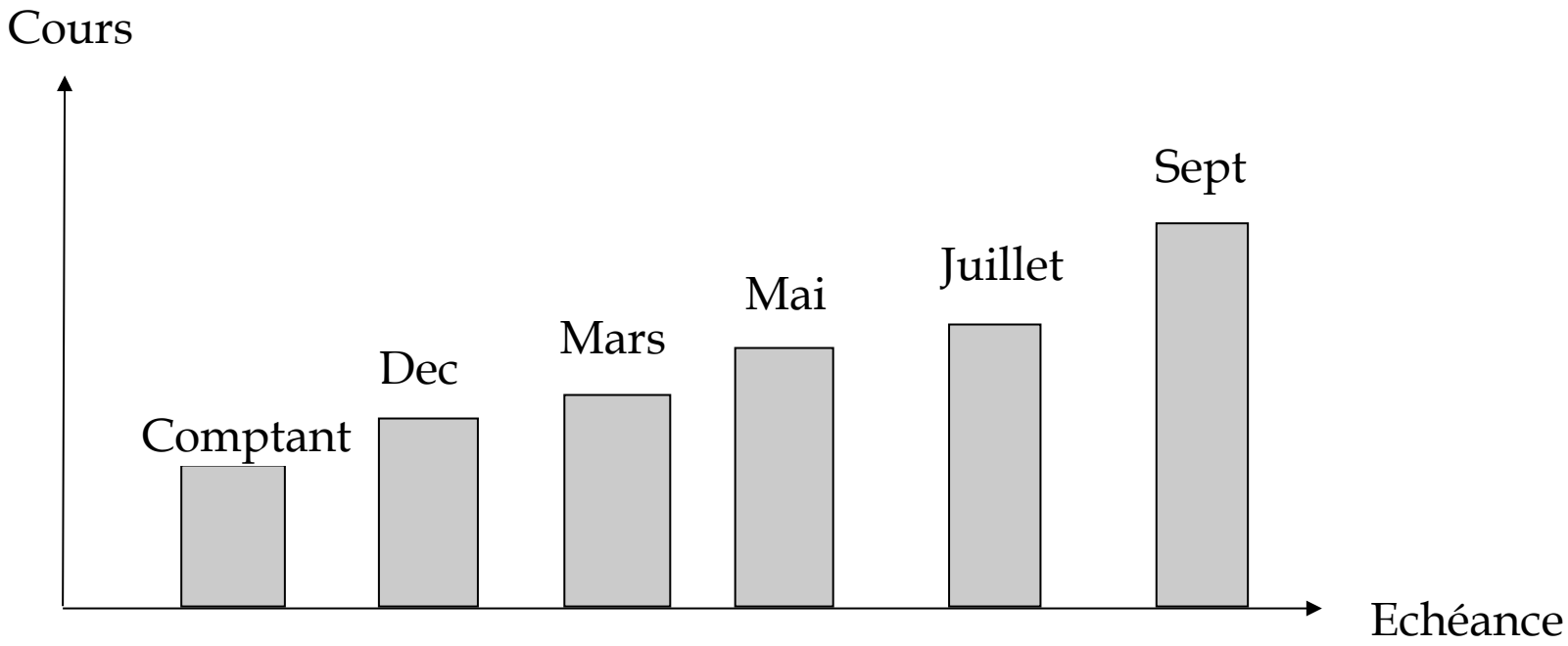
B. Les relations entre cours au comptant et cours à terme

En théorie, le cours à terme doit être égal au comptant augmenté du coût de portage. La différence entre les différents cours à terme doit aussi être égale au coût de portage d'une échéance sur l'autre.

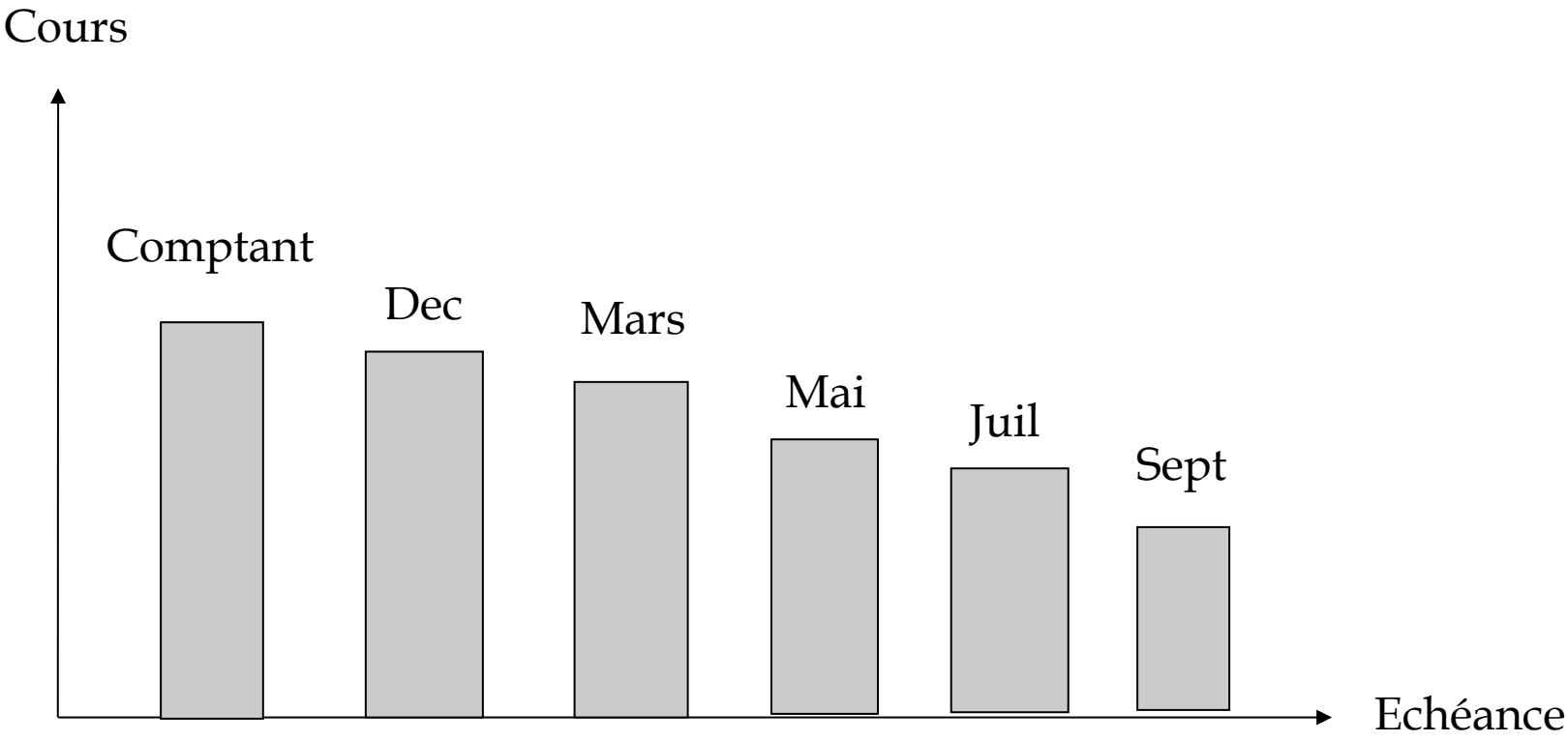
En réalité, l'écart entre les échéances varie considérablement et dépend de la situation de l'offre et de la relation comptant/terme. C'est pourquoi les coûts de portage calculés à partir des différences entre les contrats ne fournissent qu'une indication sur une situation qui prévaut sur le marché à un instant donné et sont fonction des anticipations des opérateurs pour les mois à venir.

Marché en report et marché en déport

Lorsque l'offre est suffisante pour couvrir la demande sur un produit, les cours à terme sur les échéances lointaines sont plus élevées que ceux sur les échéances proches. Cette situation est celle d'un **marché normal ou report** (un marché est en report si le cours au comptant est inférieur au cours à terme).



Lorsque l'offre est insuffisante pour couvrir la demande de livraison immédiate, le cours au comptant peut être supérieur au terme le plus proche, et si on anticipe une poursuite de la pénurie, le cours à terme proche peut dépasser le cours à terme éloigné. Cette situation est celle d'un **marché inversé ou en déport**.



Le risque de base

La couverture classique n'élimine pas le risque de façon aussi radicale qu'on pourrait le penser, elle ne fait que le réduire.

Le bénéfice majeur d'une couverture à terme est de remplacer le risque de fluctuation des cours par un risque beaucoup plus faible de changement de la relation entre le cours à terme et le cours au comptant, appelé *risque de base*.

Un opérateur qui fait une couverture courte fera un profit si la base diminue entre le début et la fin de la couverture. Dans le cas contraire, il subira une perte. A l'inverse, celui qui fait une couverture longue fera un gain si la base augmente, et une perte si elle diminue.

Variation de la base	Couverture courte	Couverture longue
Hausse	*Perte*	*Gain*
Baisse	*Gain*	*Perte*

IV. LES TYPES D'INTERVENTION

Il existe trois types d'interventions sur un marché à terme :

- **L'arbitrage** est une opération sans risque et en principe sans investissement initial visant à tirer profit de décalages anormaux de cours entre différents instruments. L'arbitragiste cherchera à profiter d'une inefficience du marché entre des produits symétriques ou relevant de marchés différents ou encore entre le marché à terme et le marché au comptant.

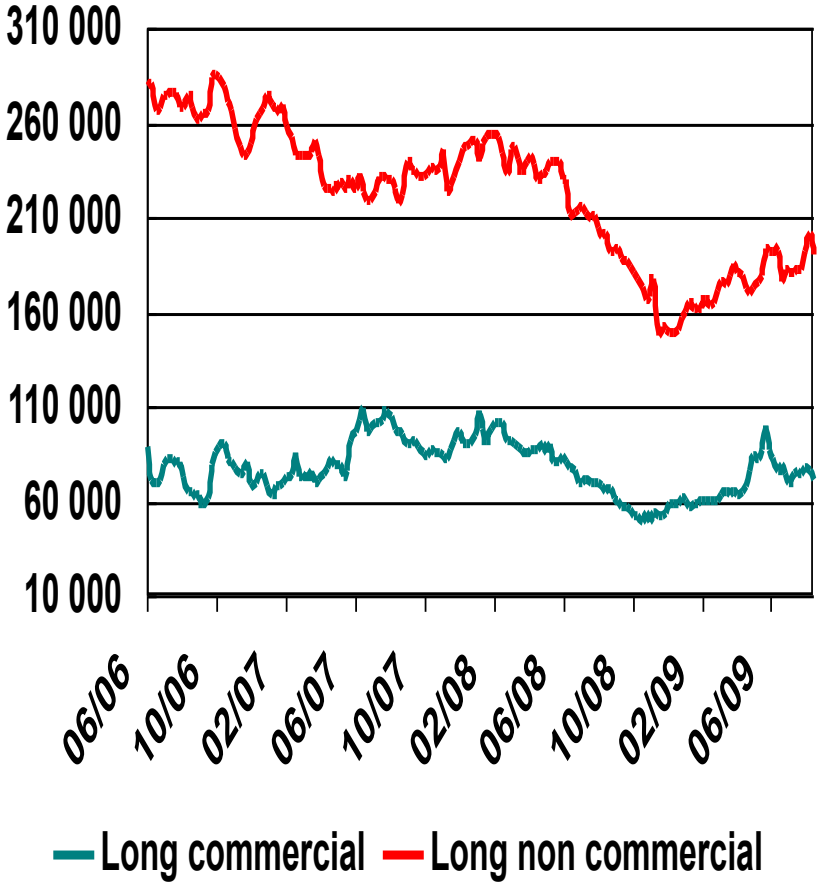
- **La spéculation** peut se concevoir à la hausse ou à la baisse. La spéculation à la hausse consiste à acheter un bien dont la valeur doit s'apprécier dans le temps. L'opérateur espère réaliser un profit en revendant le bien à un prix supérieur au prix d'achat. La spéculation à la baisse consiste, à l'inverse, à vendre un bien s'il doit se déprécier. L'opérateur espère alors réaliser un profit en rachetant le bien à un prix inférieur à son prix de vente.

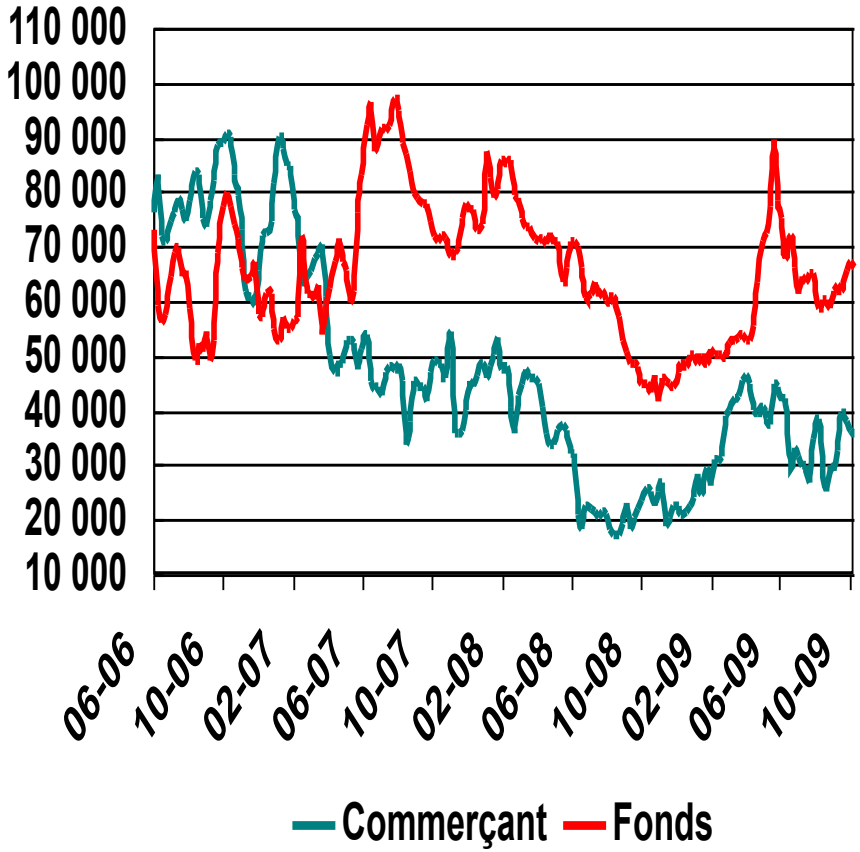
- **La couverture** : c'est la principale opération réalisée sur le marché à terme. L'opérateur cherche à réduire son exposition au risque de variation de prix. L'approche élémentaire présente le Hedge (couverture sur le marché à terme) comme une prise de position égale et opposée à la position sur le marché physique. *Egale* signifie de même taille et *opposée* correspond à la prise de position inverse, long en physique et court à terme par exemple.

Un opérateur est long lorsqu'il détient un produit physique ou des contrats d'achat à prix déterminé. Etre long correspond à un risque spéculatif de baisse des prix. Un agriculteur qui sème du blé est long sur le marché du blé. Même s'il ne dispose pas encore physiquement de son blé, sa production est en cours, il craint une baisse des prix et par voie de conséquence une diminution de ses revenus.

Un opérateur est court lorsqu'il développe un risque spéculatif de hausse des prix. C'est le cas d'un acheteur de sucre pour une industrie de confiserie. Cet opérateur connaît ses besoins mensuels de sucre, il craint une hausse des prix qui viendrait augmenter la valeur de ses achats. Sur le marché à terme, l'opérateur qui achète un contrat est long. Il est gagnant si le prix monte mais il est perdant si le prix baisse. La situation de l'opérateur court est symétrique.

Positions longues des opérateurs marché à terme du blé (Chicago)





Opérateur	Date de début de prise de risque	Conditions particulières créant le risque	Type de risques	Date de fin de prise de risque sans marchés à terme	Couverture de risque sur le marché à terme
Agriculteur céréalier	Décision d'emblavement (position longue)	Les charges fixes et variables doivent être couvertes et une rémunération du travail doit exister	Prix obtenu lors de la récolte < au prix anticipé lors de la décision d'emblaver	Vente de céréales (ou connaissance du prix offert par l'organisme de stockage ou la coopérative)	Vente de contrats
Eleveur engraisseur	Décision de se lancer dans l'engraissement en lots d'animaux	Le prix de vente des animaux doit couvrir les coûts de production	Baisse du prix des animaux finis	Vente totale du lot d'animaux finis	Vente de contrats

Opérateur	Date de début de prise de risque	Conditions particulières créant le risque	Type de risques	Date de fin de prise de risque sans marchés à terme	Couverture de risque sur le marché à terme
Coopérative de collecte	Apports des adhérents et paiement au prix moyen (position longue)	Pas de risques immédiats. Mais les adhérents peuvent se détourner de la coopérative à l'avenir	Diminution dans l'avenir des apports à la coopérative si le prix de vente est trop faible	Vente de céréales collectées	Vente de contrats

Opérateur	Date de début de prise de risque	Conditions particulières créant le risque	Type de risques	Date de fin de prise de risque sans marchés à terme	Couverture de risque sur le marché à terme
Négociant	Vente de produits agricoles livrables et payables en différé (position courte)	Le prix d'achat des produits agricoles doit être inférieur au prix de vente négocié	Le prix d'achat supérieur au coût d'achat diminué des coûts de gestion	Achats de produits agricoles à livrer	Achats de contrats
Utilisateur industriel	Position courte	Concurrence vive sur le marché aval. Substitution possible avec d'autres produits	Coûts d'achats en matières trop élevés par rapport au produit fini	Achat de matières premières et ou modification du prix sur le marché aval	Achats de contrats

D'une façon générale, les longs gagnent à la hausse tandis que les courts gagnent à la baisse.

L'argent gagné par les uns est perdu par les autres. Hors coûts de transactions, le marché à terme est un jeu à somme nulle avec transfert quotidien des perdants vers les gagnants.

L'organisation du transfert d'argent est une des principales fonctions de la Chambre de Compensation.

Opération de couverture d'un exploitant agricole

Un exploitant agricole sème du colza sur 100 hectares en septembre-octobre 2012. Son rendement prévisionnel est de 40 q/ha, par conséquent, il peut penser récolter 4 000 q en juillet 2013. Il est cependant confronté à un risque de variation des prix jusqu'à la vente physique. Il souhaite ainsi se couvrir en fixant de manière précoce son prix objectif.

Première étape : L'exploitant agricole prend connaissance de son marché (principaux producteurs, acheteurs, exportateurs, zone de déficit ou de surplus au niveau international, national et local, évolution du coût de l'énergie, du coût du fret, de la parité $/€, aléas climatiques..).

Deuxième étape : L'exploitant agricole prend connaissance de ses coûts de production et les confronte au marché. Il peut ainsi apprécier son niveau de compétitivité et juger l'attractivité d'un prix.

Troisième étape : L'exploitant agricole déduit de son coût de production et du prix de marché, un prix objectif, c'est-à-dire un prix qui lui assure un revenu à l'hectare déterminé. Il se fixe le prix de 270€/t.

Il consulte les cotations du marché à terme afin de savoir quelle échéance pourrait correspondre à son prix objectif. Le prix à terme sur l'échéance août 2012, est de 285€/t (Fob Moselle).

Cours du Colza sur EuroNext Liffe (€ /tonne)

Échéance	clôture 26/11	Clôture 27/11	Vol	Clôture	Vol	Clôture	Vol
Fev 13	280.5	280.5	1471				
Mai 13	285	285	667				
Aout 13	285.5	285	312				

En tenant compte du coût de transport (3.17 €/t), et la marge de l'Organisme stockeur d'autre part (11.83 €/t), l'agriculteur peut calculer un prix Départ ferme qui sera son prix objectif (285 – 3.17 – 11.83 = 270). Dès lors, deux possibilités s'offrent au producteur :

- Soit le producteur estime que ce prix actuel se situe à un niveau élevé, par conséquent, son risque est de voir baisser les cours, auquel cas, il va se couvrir sur le marché à terme .

- Soit il estime que le prix ne peut que monter ou rester à ce niveau, auquel cas, son risque est nul. Il adopte alors un comportement spéculatif et n'intervient pas sur le marché à terme.

Afin de bénéficier du niveau de prix actuel pour août 2013, le producteur vend à terme un nombre de contrats équivalent à la quantité qu'il pense récolter. En Juillet 2013, le producteur récoltera son colza et le livrera à son organisme stockeur. Au même moment, il achètera sur l'échéance Août 2013, le même nombre de contrats qu'il a vendus précédemment afin de le libérer de son engagement (on dit qu'il **déboucle sa position).**

Quelles sont les informations que détient l'exploitant agricole ?

	Marché physique	Marché à terme
Septembre Octobre 2012 Juillet 2013 Août 2013	Semis de colza Prix objectif : 270 €/t Récolte du colza Vente à l'OS local	Prix échéance Août 2013 285 €/t

Comme il vend toujours à son OS local, il doit envisager deux scénarii possibles : une hausse ou une baisse des cours

BILAN DES OPERATIONS

- Dans le cas d'une baisse des cours (bonne anticipation du producteur) : - 25 €

	Marché physique	Marché à terme
Septembre 2012	Semi de colza Prix objectif : 270 €/t	Vente de 8 contrats à 285 €/t
Juillet 2013	Récolte du colza	
Août 2013	Vente à l'OS local de 400 t à 245 €/t	Achats de 8 contrats : 260 €/t
Bilan	400 t x 245 = 98 000 €	400 t x (285 – 260) = 10 000€
soit 98 000 + 10 000 = 108 000 : 400 t = 270 €/t C'est à dire le prix objectif		

- Dans le cas d'une hausse des cours (mauvaise anticipation du producteur) : + 25 €

	Marché physique	Marché à terme
Septembre 2012 Juillet 2013 Août 2013	Semi colza Prix objectif : 270 €/t Récolte Vente de 400 t à l'OS local au prix de 295 €/t	Vente de 8 contrats à 285 €/t Achats de 8 contrats à 310 €/t
Solde des opérations	400 t x 295 = 118 000€	400 x (310 - 285) = 10 000€
Soit 118 000 – 10 000 = 108 000 € : 400 t = 270€ soit le prix objectif		

Conclusion :

- Une opération de couverture n'assure pas le prix le plus rémunérateur. Elle ne fait qu'apporter une certaine sécurité à l'exploitant agricole. Il peut en effet calculer dès les semis, son prix objectif à partir des différentes échéances du marché à terme. Le marché à terme joue le rôle d'assurance.

- L'exploitant agricole ne va jamais jusqu'au terme de son engagement sur le marché à terme. Il déboucle sa position : il se porte acheteur à, l'échéance lorsqu'il s'était porté vendeur au moment des semis.

On peut cependant imaginer le cas où l'organisme stockeur local refuserait d'acquérir la marchandise lors de la récolte (crise économique, faillite de l'OS). Dès lors, l'exploitant agricole ne dénoue pas sa position et vend sa marchandise à terme. Ceci l'obligera à prendre en charge le transport et le stockage jusqu'au moment de la livraison. Toutefois, il avait anticipé cette possibilité lors de son calcul du prix objectif.